

Tygodnik ekonomiczny

Pierwszy test rynkowego optymizmu

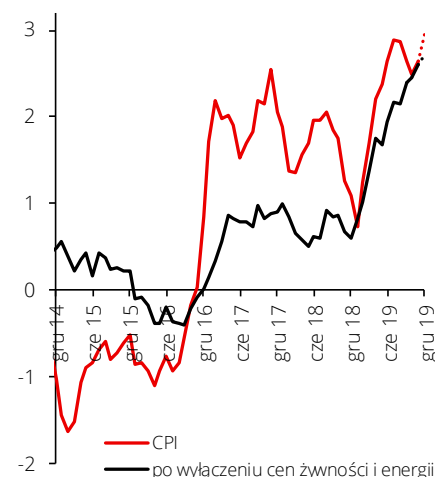
Kluczowe wydarzenia najbliższego tygodnia

- Końcówka 2019 r. była bardzo korzystna dla ryzykownych aktywów. Najważniejsze indeksy giełdowe na świecie ustanowiły nowe rekordowe lub wielomiesięczne maksima, rentowności obligacji rosły, a waluty z rynków wschodzących utrzymały lub nawet jeszcze zwiększyły skalę umocnienia. Początek 2020 r. może być bardziej wymagający, po tym jak atak rakietowy USA w Bagdadzie wywołał wzrost obaw o sytuację na Bliskim Wschodzie.
- Naszym zdaniem, geopolityka może być kluczowa dla rynków, przynajmniej na początku tygodnia. Jeśli jednak napięcie na linii USA-Iran nie wzrośnie, a publikowane dane makro pokażą, że nieśmiałe ożywienie było kontynuowane pod koniec 2019 r., wtedy sytuacja może się ustabilizować. Poznamy ważne dane z Niemiec (eksport, produkcja i zamówienia przemysłowe) i USA (zmiana zatrudnienia poza rolnictwem, zamówienia przemysłowe, ISM dla usług).
- W Polsce, we wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek grudniowej inflacji, a dzień później RPP ogłosi decyzję ws. stóp procentowych. Sądzymy, że w ostatnim miesiącu ub.r. CPI osiągnął 3% r/r i nasza prognoza jest powyżej konsensusu (2,8% r/r). Taki odczyt nie powinien jednak istotnie zmienić retoryki RPP. Ton komunikatu będzie zapewne podobny do poprzednich, a jedynym ciekawym wydarzeniem byłaby obecność nowo powołanego Cezarego Kochańskiego na konferencji prasowej, co byłoby dobrą okazją do oceny jego nastawienia w polityce pieniężnej. W bazowym scenariuszu zakładamy, że układ sił w RPP nie ulegnie zmianie.

Wnioski rynkowe

- Oczekujemy pewnego osłabienia złotego na początku 2020 po jego tradycyjnej grudniowej aprecjacji. Impulsem do wzrostu EURPLN może być pogorszenie nastroju na świecie po militarnych działaniach USA, co powinno powstrzymać kurs przed przebicciem dolnego ograniczenia wielkomiesięcznego przedziału 4,24-4,40. Istotne poziomy do obserwacji w przypadku EURPLN to 4,29 i 4,31.
- Spodziewamy się kontynuacji wzrostu rentowności polskich obligacji. W przypadku 10-latki, możemy zanotować poziom 2,20% lub wyższy. Jednocześnie, spread do Bunda może wzrosnąć do ok. 255 pb ponieważ polski dług może być pod presją wysokiego odczytu CPI, a dług bazowy może nieco zyskać pod wpływem pogorszenia nastroju na świecie.

Inflacja CPI, %r/r



Źródło: GUS, NBP, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
 email: ekonomia@santander.pl
 www: santander.pl/serwis-ekonomiczny
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Wojciech Mazurkiewicz 22 534 18 86
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Marcin Sulewski, CFA 22 534 18 84

Ostatni tydzień w gospodarce

W grudniu **wskaźnik PMI** dla polskiego przemysłu przetwórczego urosł dalej do 48 pkt. Najbardziej poprawiły się składniki opisujące bieżącą produkcję i zamówienia krajowe (choć oba pozostały poniżej neutralnego poziomu 50 pkt). Poprawiły się też prognozy produkcji, za to dalej zmniejszało się zatrudnienie i aktywność zakupowa firm. **Wskaźniki koniunktury GUS** nie potwierdzają poprawy widocznej w PMI – wskaźnik bieżącej produkcji i nowych zamówień opadły do najniższych poziomów widzianych jak dotąd w tym spowolnieniu. Spadek dynamiki widać też w „twardych” danych GUS o wartości nowych zamówień w przemyśle za listopad (zamówienia ogółem -0,2% r/r, zamówienia zagraniczne -1,1% r/r). Wg nas dojdzie w tym roku do zmiany trendu w polskim PMI na pozytywny, ale jeszcze nie teraz.

Produkcja budowlana spadła w listopadzie o 4,7% r/r. Oczyszczona z wahań sezonowych produkcja była 1% wyższa niż rok temu, co jest drugim najgorszym wynikiem od lutego 2017 r. Największy spadek wystąpił w firmach zajmujących się budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (-7% r/r) i specjalistycznymi robotami budowlanymi (-12,8% r/r). Wg nas dane potwierdzają istotne spowolnienie wzrostu inwestycji, zwłaszcza infrastrukturalnych. Po zasileniu niemal kompletnym zestawem danych statystycznych za listopad nasz model bieżącego szacowania wzrostu PKB wskazuje w IV kw. 2019 r. na 3,5% r/r (wyhamowanie z 3,9%).

W okresie styczeń-listopad **wynik budżetu centralnego** wyniósł -1,9 mld zł, co oznacza, że w samym listopadzie wystąpiła nadwyżka 1,3 mld zł. To drugi miesiąc z rzędu kiedy dochody nie wykazują istotnego wzrostu r/r (w listopadzie wzrosły o 0,7% w tym dochody z VAT o ok. 1,8%). Z kolei po stronie wydatkowej utrzymał się dwucyfrowy wzrost (11,9% r/r, po 15,1% w październiku i 21,1% we wrześniu). W **nowym projekcie budżetu na 2020 r.** obniżono planowane wpływy z VAT w 2019 i 2020 r. wobec wersji z września. Dokument wciąż zakłada zerowy deficyt mimo utrzymania limitu składek ZUS i wypłaty 13. emerytury. Jednak zostało to osiągnięte z pomocą kilku sztuczek księgowych (m.in. wypchnięciu części wydatków do Funduszu Solidarnościowego) i wpisaniu pokaźnego zysku NBP. Saldo całego sektora GG pogarsza się do -1,2% PKB (poprzednio zakładano -0,3% PKB).

Szczegółowe dane nt. płac w sektorze przedsiębiorstw pokazały, że listopadowe wyhamowanie miało dość szeroki zakres. Dynamika wynagrodzeń po wyłączeniu górnictwa obniżyła się z 6,3% r/r do 5,7% co jest najniższym wynikiem od połowy 2017 r. Niewykluczone, że proces podwyżek płac mógł wyhamować pod koniec rok ze względu na wprowadzanie PPK (traktowane jako substytut podwyżki ze względu na dopłaty państwa i pracodawcy). Wskutek spadku liczby ofert pracy o 16,4% r/r doszło do dalszej obniżki wskaźnika liczby ofert na bezrobotnego, który traktowany jest jako miernik napięcia na rynku pracy.

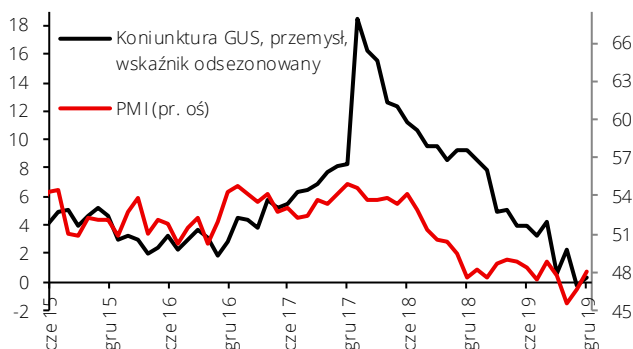
Wg **kwartalnych danych nt bilansu płatniczego**, saldo obrotów bieżących w III kw. 2019 wyniosło -181 mln €, podczas gdy dane miesięczne wskazywały na -1284 mln €. Wynik II kw. skorygowano z 430 mln € na 859 mln €. Zmiany wynikają głównie z poprawy salda usług i dochodów i w mniejszym stopniu z lepszego bilansu obrotów towarowych.

W listopadzie **podaż pieniądza M3** wzrosła o 9,4% r/r. Gotówki w obiegu nadal przybywało w tempie ok. 11% r/r, depozytów gospodarstw domowych w tempie 10,2% r/r a depozytów firm w tempie ponad 9%. Osłabła nieco dynamika kredytu konsumpcyjnego – z 9,1% r/r na 8,7% (najniżej od półtora roku), za to wzrost kredytów mieszkaniowych złotych o 12,3% r/r i ogółem o 6,9% r/r był zbliżony do średniej z poprzednich odczytów. Po oczyszczeniu z wpływu zmian kursowych kredyt ogółem wzrósł o 5,8% r/r (najwolniej od sierpnia): kredyt gosp. domowych o 6,6% r/r a kredyt dla firm o 4,8% r/r.

W grudniu **oczekiwania inflacyjne konsumentów** znalazły się najwyżej od siedmiu lat – zapewne z uwagi na szykowany wzrost cen prądu (za zgodą URE rachunki wzrosną o 10-12%, rząd szykuje rekompensaty, ale możliwe, że obejmą tylko najuboższych) i sygnały, że inne koszty utrzymania też mogą wyraźnie pójść w górę z nowym rokiem.

Prezydent oficjalnie mianował **Cezarego Kochalskiego na członka RPP**. Łukasz Hardt, zaniepokojony dynamiką cen usług, jest za podwyżką w I kw. 2020 o 15pb, Grażyna Ancyparowicz jest przeciwna zwiększaniu kosztów obsługi kredytu (bo póki co wzrost kredytu nie niepokoi), dopuszcza obniżki, ale tylko gdyby wzrost wyhamował bardziej niż się tego oczekuje, a Eryk Łon przestanie proponować obniżki, gdy wskaźnik PMI wróci ponad 50 pkt.

Wskaźniki nastrojów w przemyśle



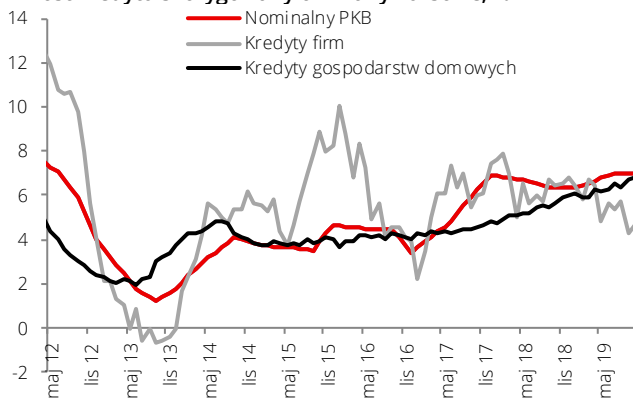
Źródło: GUS, Bloomberg, Santander

Produkcja budowlano-montażowa, %/r



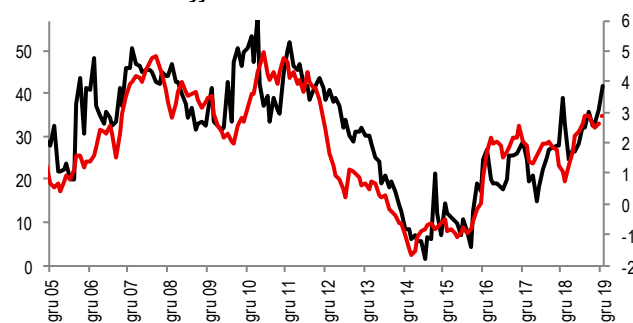
Źródło: GUS, Santander

Wzrost kredytu skorygowany o zmiany kursowe, %/r



Źródło: NBP, GUS, Santander

Oczekiwania inflacyjne konsumentów a CPI



Źródło: GUS, Santander

Rynek walutowy i stopy procentowej

Ostatni tydzień na rynkach

Rynek FX Ostatnie dwa tygodnie 2019r. były relatywnie spokojne na rynkach walutowych po tym jak ogłoszenie daty podpisania umowy między USA a Chinami (15 stycznia) osłabiło USD (indeks dolara spadł o 0,75%) oraz umocniło waluty rynków wschodzących. Zgodnie z obserwowaną od wielu lat sezonowością, EURPLN spadł w grudniu o 1,3%, a w ostatnich dwóch tygodniach o 0,3% do 4,25 (na krótko poniżej 4,24). Kurs USDPLN spadł o więcej – o 0,7% do 3,815 – na skutek słabszego dolara. Kurs GBPPLN nie zmienił się - utrzymał się w okolicy 5,00 ze względu na słabszego funta. Natomiast kurs CHFPLN wzrósł o 0,3% do 3,925 po ataku USA na irańskiego generała, po którym to ataku zdrożały bezpieczne aktywa. Inne waluty regionu również się umacniały: EURHUF spadł o 0,3% do 329,4, EURCZK o 0,4% do 25,35 a USDRUB o 0,7% do 62,0, przy czym ten ostatni głównie na skutek słabszego dolara – koszyk rubla nie uległ zmianie.

Stopy procentowe Rentowności polskich obligacji 10L podążały za wzrastającymi rentownościami na rynkach bazowych i utrzymywały się na podwyższonych poziomach przez większość drugiej połowy grudnia zamykając rok po 2,10%. W styczniu rentowności na krótko osiągnęły poziom 2,15% po czym spadły do 2,07% podążając zwyczajowo za rynkami bazowymi. Rynek FRA pozostał stabilny, FRA 21x24 wciąż wycenia około połowy jednego cięcia stóp w wysokości 25bp. Nachylenie krzywej obligacyjnej 2x10 oscyluje w okolicy 60bp. 10L ASW zawężił się o 4pb do 25pb.

Kluczowe wydarzenia

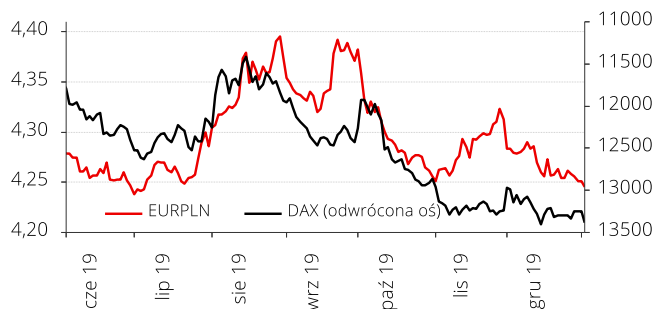
Poniedziałek 6. stycznia jest w Polsce dniem wolnym od pracy. We wtorek poznamy grudniową inflację (nasza prognoza jest powyżej konsensusu rynkowego), a w środę decyzję w/s stóp RPP (nie oczekujemy zmiany stóp procentowych). Na świecie, na początku tygodnia opublikowane zostaną usługowe PMI dla strefy euro, Niemiec oraz Chin. We wtorek w strefie euro poznamy wstępny odczyt inflacji HICP oraz sprzedaż detaliczną, a w USA usługowy ISM oraz zamówienia na dobra trwałe. W środę w Niemczech zamówienia przemysłowe oraz produkcja przemysłowa na Węgrzech, w czwartek niemieckie dane o bilansie handlowym oraz inflacja w Chinach. W piątek, w USA zatrudnienie poza rolnictwem a w Czechach PKB za III kw.

Wpływ na rynek

Rynek FX Kurs EURPLN wciąż utrzymuje się w wielomiesięcznym trendzie bocznym w przedziale 4,25-4,40. Oczekujemy, że dolna granica się obroni, EURPLN odbije w przyszłym tygodniu w kierunku 4,29 a następnie 4,31. Do osłabienia złotego będzie kontrybuować szereg czynników. Po pierwsze, po grudniowym umocnieniu ok 1,3% należy się korekta z punktu widzenia technicznego. Po drugie, po tym jak pozytywne informacje związane z podpisaniem porozumienia USA-Chiny 15-go stycznia są w coraz większym stopniu w cenach, waluty rynków wschodzących, w tym PLN, mają szansę na klasyczne „buy the rumour, sell the fact” – umacnianie przed w/w datą, a osłabienie na niej lub też tuż przed. Po trzecie, konflikt na linii USA – Iran grozi eskalacją oraz ucieczką inwestorów od inwestycji w aktywa ryzykowne (podwyższone zmienności implikowane na różnych klasach aktywów w piątek sugerują, że obawy inwestorów są szeroko podzielane a w/w ryzyko nie jest pomijalne). Kurs CHFPLN może wzrosnąć nawet o 2pp więcej niż kurs EURPLN gdyż kurs EURCHF może w razie eskalacji testować minimum z 2017 r. na poziomie 1,064 (implikując kurs CHFPLN aż na 4,05).

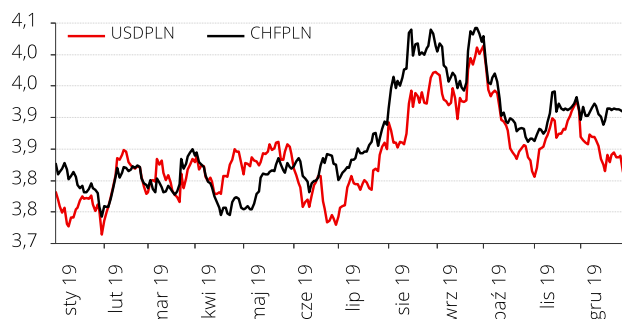
Stopa procentowa Rentowności polskich obligacji od sierpnia utrzymują się w trendzie bocznym lub wzrastają podążając z grubsza za rentownościami na rynkach bazowych (gdzie trend wzrostowy rentowności jest bardziej wyraźny). Oczekujemy kontynuacji trendu wzrostowego rentowności polskich obligacji w przyszłym tygodniu i wzrostu 10L z 2,07% do 2,20%. Oczekujemy również poszerzenia się 10L spreadu PL-DE do 255bp z obecnych 235bp. Wspomniane zachowanie się rentowności jest funkcją wyższego odczytu grudniowej inflacji w Polsce (Santander jest powyżej konsensusu rynkowego: 3,0% vs 2,8%) oraz wzrostu awersji do ryzyka związanego z wydarzeniami na linii USA – Iran, które może przyczynić się do niższych rentowności na rynkach bazowych.

EURPLN i niemiecki indeks DAX



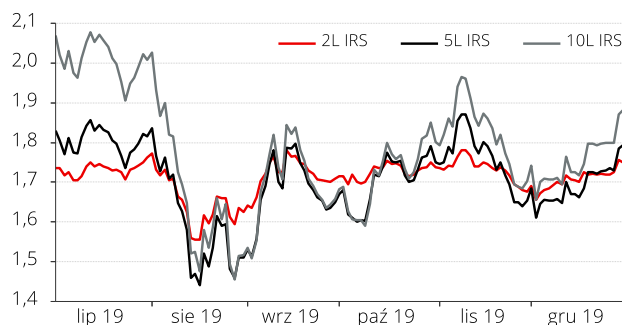
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

USDPLN i CHFPLN



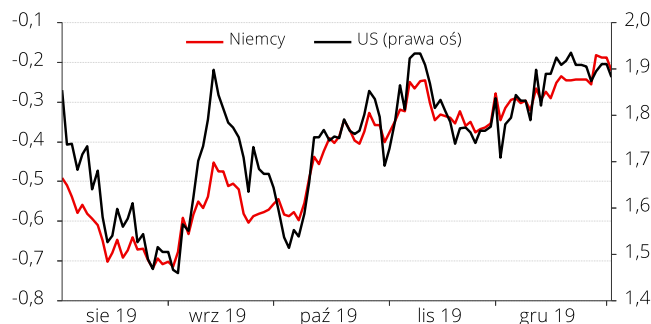
Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

PLN IRS



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Rentowności 10-letnich obligacji Niemiec i USA



Source: Refinitiv Datastream, Santander Bank Polska

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
				RYNEK	SANTANDER	
PONIEDZIAŁEK (6 stycznia)						
	DE	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	1,0	-1,6
02:45	CN	PMI usługi	XII	pkt	53,2	53,5
09:55	DE	PMI usługi	XII	pkt	52,0	52,0
10:00	EZ	PMI usługi	XII	pkt	52,4	52,4
WTOREK (7 stycznia)						
10:00	PL	Inflacja wstępny szacunek	XII	% r/r	2,8	3,0
11:00	EZ	HICP wstępny szacunek	XII	% r/r	1,3	1,0
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	XI	% m/m	0,5	-0,6
16:00	US	Zamówienia dóbr trwałych	XI	% m/m	-	-2,0
16:00	US	ISM usługi	XII	pkt	54,5	53,9
16:00	US	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	-0,7	0,3
ŚRODA (8 stycznia)						
	PL	Decyzja RPP		%	1,50	1,50
08:00	DE	Zamówienia przemysłowe	XI	% m/m	0,2	-0,4
09:00	HU	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	7,9	6,4
11:00	EZ	ESI	XII	pkt	101,5	101,3
14:15	US	Raport ADP	XII	tys.	165,0	66,9
CZWARTEK (9 stycznia)						
08:00	DE	Eksport	XI	% m/m	-0,7	1,5
08:00	DE	Produkcja przemysłowa SA	XI	% m/m	0,8	-1,7
11:00	EZ	Stopa bezrobocia	XI	%	7,5	7,5
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	4 sty	tys.	220,0	222,0
PIĄTEK (10 stycznia)						
09:00	CZ	PKB SA	III kw.	% r/r	2,5	2,5
09:00	CZ	Produkcja przemysłowa	XI	% r/r	-4,0	-3,0
14:30	US	Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem	XII	tys.	166,5	266,0
14:30	US	Stopa bezrobocia	XII	%	3,5	3,5

Źródło: Reuters, Parkiet, Bloomberg, Santander Bank Polska

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązujące ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl